



## Tilburg University

### De hercirculatie van oliedollars

van Roij, G.P.L.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1975

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*  
van Roij, G. P. L. (1975). De hercirculatie van oliedollars: Mogelijkheden, beperkingen en konsekventies. *Maandschrift Economie*, 39(6), 269-292.

#### General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# ECONOMIE

Tijdschrift voor Algemeen Economische  
Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

---

Negenendertigste jaargang — no. 6 — maart 1975

---

## DE HERCIRCULATIE VAN OLIEDOLLARS:

mogelijkheden, beperkingen en konsekwenties

door

DR. G. P. L. VAN ROIJ

### 1. *Inleiding*

De aanzienlijke prijsverhoging van de olie in 1973 heeft in het jaar 1974 geleid tot zeer omvangrijke tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans van zeer vele olie-importerende landen. Het is niet te verwachten dat aan deze tekorten in de eerstvolgende jaren een einde zal komen. De belangrijkste redenen hiervoor zijn de relatief inelastische vraag naar olie enerzijds en de beperkte importcapaciteit van de olie-exporterende landen anderzijds. De toekomstige tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans zullen door een aantal landen geheel of gedeeltelijk gecompenseerd kunnen worden door langlopende kapitaalimporten vanuit de olie-exporterende landen.<sup>1)</sup> Deze zullen echter naar alle waarschijnlijkheid bij lange na niet voldoende zijn als dekking voor de lopende tekorten van de olie-importerende landen gezamenlijk. Voor de laatste groep landen resulteren er derhalve tekorten op de basisrekening van de betalingsbalans (basic balance). Over de te verwachten omvang hiervan lopen de meningen sterk uiteen. Door de OESO worden deze tot en met 1980 geraamd op \$ 300 miljard. De Wereldbank echter taxeert de gecumuleerde tekorten op \$ 650 miljard tot en met 1980 en

---

<sup>1)</sup> Gemakshalve zullen we deze landen betitelen als OPEC-landen, hoewel niet alle olie-exporterende landen zijn aangesloten bij de OPEC.

op \$ 1200 miljard voor de periode tot en met 1985.<sup>2)</sup> Het behoeft geen nadere toelichting dat dergelijke grote schattingsverschillen worden veroorzaakt door andere uitgangspunten bij beide organisaties ten aanzien van het toekomstige exportvolume en de prijs van olie, de importcapaciteit en de omvang van de langlopende beleggingen van de OPEC-landen in de buitenwereld, en het rendement op de totale buitenlandse beleggingen van de olielanden. Welke omvang de toekomstige OPEC-overschotten ook mogen aannemen, het is bijna niet aan twijfel onderhevig dat het hierbij zal gaan om astronomische bedragen.

De landen met tekorten op de basisrekening staan voor de noodzaak om deze te financieren, hetgeen slechts op tweeërlei wijze kan plaatsvinden: a) met behulp van "echte" internationale reserves zoals goud en SDR's. b) door het opnemen van kortlopende kredieten bij de OPEC-landen. De onder a) genoemde financieringsmogelijkheden moeten, zelfs onder zeer extreme veronderstellingen qua beschikbaarheid en prijs van goud en SDR's volstrekt onvoldoende worden geacht en zijn bovendien voor de OPEC-landen waarschijnlijk slechts op beperkte schaal aanvaardbaar. Een zeer groot gedeelte van de tekorten moet dan ook gefinancierd worden op de onder b) aangegeven wijze, dus via een accumulatie van kortlopende buitenlandse schuldtitels door de OPEC-landen. Daarmee begint de problematiek van de hercirculatie (recycling) van oliedollars. Deze bestaat uit de overheveling van de door de OPEC-landen per saldo ontvangen liquide middelen - als gevolg van de overschotten op de basisrekening die niet met goud en/of SDR's worden gefinancierd - naar de olie-importerende landen ter financiering van additionele tekorten op de basisrekening. Als we ervan uitgaan dat er slechts twee groepen landen bestaan te weten OPEC-landen en olie-importerende landen, dan doen er zich bij de hercirculatie van oliegelden in wereldverband geen problemen voor. Deze is dan namelijk per definitie aanwezig en wordt eventueel alleen beperkt door een mogelijke bovengrens aan de kortlopende buitenlandse schuldtitels, die de OPEC-landen wensen te accumuleren, dan wel door een eventueel maximum aan de omvang van de buitenlandse schuld van de importlanden gezamenlijk. Indien er dergelijke begrenzungen bestaan zal hiervan een invloed uitgaan op de omvang

---

<sup>2)</sup> De betreffende cijfers zijn ontleend aan R. de Vries, The build-up of OPEC-funds, *World Financial Markets*, Morgan Guaranty Trust Company of New York, September 23, 1974, blz. 1. De bedoelde cijfers lijken overigens aan de hoge kant met name omdat, volgens meerdere recente berichten, de feitelijke export van goederen en diensten naar de OPEC-landen veel sneller toeneemt dan eerst verwacht werd. (Zie hiervoor o.a. Bankierskantoor Staal en Co, NV, *Beursberichten*, 7 februari 1975, blz. 1 en het artikel: Oil, looking back and looking ahead, *World Financial Markets*, Morgan Guaranty Trust Company of New York, January 21, 1975, blz. 7).



van de hercirculatie (via een directe of een indirecte beïnvloeding van de autonome posten op de basisrekening) maar niet voor de hercirculatie als zodanig. Zodra men dan ook de omvang van de te verwachten tekorten gaat kwantificeren, neemt men impliciet aan dat de hercirculatie van oliegelden in wereldverband tot eenzelfde bedrag is gegarandeerd en dus ook dat de benodigde financieringsmiddelen voor de tekorten aanwezig zijn. Het gaat hierbij slechts over de constatering van een budgetrestrictie. De lopende uitgaven van de importlanden kunnen immers de inkomens alléén maar overtreffen met het bedrag waarmee op het vermogen wordt ingeteerd (reservefinanciering en langlopende kapitaalimporten) vermeerderd met de omvang van de kortlopende kredietverlening door de OPEC-landen. Op wereldschaal is de hercirculatie van oliedollars in deze zin dan ook gegarandeerd. Tekorten zijn immers slechts denkbaar indien de financieringsmiddelen daarvoor beschikbaar zijn. Vanuit dit gezichtspunt is de hercirculatie-problematiek niet bijster interessant of relevant. Zij is dat echter wel bij een nadere interpretatie van de hercirculatie van de oliegelden, de mogelijkheden en beperkingen daarvan, de kanalen via welke deze zal plaats vinden en de daarmee verbonden konsekwenties vanuit een monetair gezichtspunt. In de onderstaande paragrafen zullen deze punten dan ook nader worden geanalyseerd. Daarbij zal worden verondersteld - tenzij uitdrukkelijk anders aangegeven - dat de te verwachten onevenwichtigheden op de basisrekening van elk land alléén het gevolg zijn van de "olieproblematiek". Verder wordt aangenomen dat OPEC-overschotten alléén resulteren in een toename van de vorderingen op de olie-importerende landen (dan wel organisaties die deze representeren) en dus niet gefinancierd worden met goud of SDR's.

## 2. "Ideale" hercirculatie

Zoals in de inleiding reeds is aangegeven impliceert de hercirculatie van oliegelden niets anders dan de kredietverlening van de OPEC-landen aan de olie-importerende landen ter financiering van de tekorten op de basisrekening. Deze hercirculatie kan dan ook, gezien vanuit de importlanden gezamenlijk, worden weergegeven met behulp van de onderstaande balansmutaties.

D	importlanden		C
olie	+	schulden aan OPEC-landen	+

Uit de balansmutaties blijkt dat de OPEC-vorderingen alléén maar kunnen verdwijnen (bij afwezigheid van reservefinanciering) door toekomstige overschotten op de basisrekening van de betalingsbalans van olie-importerende landen. Willen de OPEC-landen een "spaarpot" vormen, om welke reden dan ook, dan is de enige mogelijkheid daartoe de opbouw van vorderingen op de olie-importerende landen. Deze kunnen dan in een min of meer verre toekomst worden gebruikt om additionele importen van goederen en diensten te financieren, dan wel aangewend worden om het bezit aan buitenlandse eigendomsbewijzen en langlopende schuldtitels te vermeerderen.

Het is in theorie denkbaar dat de hercirculatie van oliegelden "ideaal" is, in die zin dat de opbouw van de OPEC-tegoeden zodanig over de landen verdeeld is, dat geen enkel land met financieringsproblemen zal worden geconfronteerd. Met andere woorden: voor ieder land is er dan een zodanig OPEC-krediet beschikbaar dat het zijn tekorten op de basisrekening, als gevolg van de verhoogde olieprijs, kan financieren. Geen enkel land is dan genoodzaakt om, als gevolg van de olieproblematiek, deviezen-restricties te introduceren, directe belemmeringen op te werpen voor de invoer - eventueel: bestaande restricties en belemmeringen te verscherpen - of een valutaconcurrentie met de buitenwereld in de vorm van wisselkoersveranderingen, dan wel via gewijzigde inflatie- of deflatiegraden, aan te gaan.<sup>3)</sup> Een dergelijke "ideale" hercirculatie is in de praktijk echter niet te verwachten. Deze zou namelijk impliceren dat de OPEC-landen volkomen onverschillig staan tegenover alle nationale politieke en sociaal-economische structuren, tegenover valuta- en inflatierisico's die aan hun beleggingen verbonden kunnen zijn, en bovendien niet geïnteresseerd zouden zijn in de rente-opbrengsten van hun beleggingen en in de liquiditeit en de solvabiliteit van de kredietnemers. Een dergelijke inertie van de zijde der OPEC-landen is zeker niet aannemelijk. Integendeel: het valt eerder te verwachten dat zij zodanige beleggingsvormen kiezen dat de combinatie van opbrengsten en risico's een maximaal nut oplevert. Als illustratie van deze stelling mogen de volgende uitspraken worden aangehaald. Een van de belangrijkste kenmerken van de beleggingsstrategie van de olie-exporterende landen wordt gevormd door: "A preference for short-term investments which would allow the capital-exporting countries a minimum leeway of manoeuvrability (through quick switch-overs between currencies and investment outlets) in seeking to avert impending curren-

---

<sup>3)</sup> Uiteraard zou één en ander wel denkbaar en noodzakelijk kunnen zijn als de OPEC-landen bij de liquidatie van hun tegoeden een "onevenwichtig" bestedingspatroon zouden vertonen in die zin dat de verdeling van de bestedingen niet gespreid is over de landen, overeenkomstig de opgebouwde vorderingen.



cy risks and to realize a fair rate of return.<sup>4)</sup> Een ander belangrijk onderdeel van de eerder genoemde strategie bestaat uit: "A growing interest in denominating financial claims in the oil countries' own currencies, which would ensure absolute protection from foreign currency risks"<sup>5)</sup>. Uit de betreffende citaten, die overigens met vele min of meer gelijkkluidende aangevuld zouden kunnen worden, moge blijken dat de ideale hercirculatie, in de door ons aangegeven betekenis, niet de hoogste prioriteit heeft voor de OPEC-landen. Ook het feitelijke gedragspatroon van de OPEC-landen tot nu toe is verre van "ideaal" in dit opzicht.<sup>6)</sup> In het eerste halfjaar van 1974 vond de hercirculatie van oliegelden plaats voor 40% via de Eurodollarmarkt, voor 25% via de V.S., voor 15% via het pond sterling, en voor de resterende 20% via overige kanalen (andere Eurovaluta's dan de dollar e.d.).<sup>7)</sup> Hieruit blijkt dat de hercirculatie tot nu toe vooral plaats vindt via het financiële systeem van de V.S. en via de Eurodollarmarkt, dus met name via de rijke landen. Het is niet te verwachten dat hierin op korte termijn grote veranderingen zullen optreden wegens gebrek aan alternatieven. De genoemde hercirculatie-kanalen monden echter niet automatisch uit in alle tekortlanden. Daarmee ontstaat de noodzaak van een secundaire hercirculatie, dus de kredietverlening aan tekortlanden die geen of slechts beperkte mogelijkheden hebben om rechtstreeks OPEC-fondsen aan te trekken. Slechts bij een volledige secundaire hercirculatie zal het gehele hercirculatieproces "ideaal" zijn in de door ons bedoelde zin.

### 3. *Volledige primaire en secundaire hercirculatie - enkele mogelijkheden*

Indien er geen bovengrens bestaat aan de bereidheid van de OPEC-landen om vorderingen op de gezamenlijke olie-importerende landen te accumuleren is de primaire hercirculatie volledig en zijn er in wereldverband in principe voldoende financieringsmiddelen beschikbaar voor de tekortlanden. Zoals in de vorige paragraaf is aangegeven is het in theorie denkbaar dat er een zodanige primaire hercirculatie tot stand komt dat een secundaire geheel overbodig is. In de praktijk valt dit echter niet te verwachten. De primaire hercirculatie zal in de komende jaren vooral via twee hoofdkanalen worden gerealiseerd:

<sup>4)</sup> Salim Hoss, Developing longer-term channels for Arab oil money, *Euromoney*, October, 1974, blz. 75.

<sup>5)</sup> Salim Hoss, blz. 75.

<sup>6)</sup> De betreffende formuleringen dienen, ter voorkoming van misverstanden, niet geïnterpreteerd te worden als beschuldigingen, vanuit welk gezichtspunt dan ook, aan het adres van de OPEC-landen. De feitelijke beleggingspolitiek van deze landen is in velerlei opzichten begrijpelijk en te verdedigen. Het is alleen onze bedoeling om aan te geven dat het onwaarschijnlijk is, dat voor elk individueel tekortland een OPEC-krediet beschikbaar is of kan zijn.

<sup>7)</sup> Zie R. de Vries, blz. 5.

- a) via de commerciële banksystemen van een aantal rijke landen (V.S., West-Europa)
- b) via officiële kanalen (individuele monetaire autoriteiten, IMF, EEG, OESO, andere internationale organisaties).

De primaire hercirculatie vindt thans reeds gedeeltelijk plaats via officiële kanalen. In concreto komt dit neer op de kredietverlening van de OPEC-landen aan de monetaire autoriteiten van individuele landen of groepen landen (EEG en IMF). Het is thans echter nog niet duidelijk in hoeverre de primaire hercirculatie in de toekomst via officiële nationale en/of internationale instellingen gerealiseerd zal worden. Het feit dat de primaire hercirculatie via commerciële en/of via officiële kanalen tot stand komt, betekent dat er een omvangrijke secundaire hercirculatie noodzakelijk blijft, wil er een "ideale" hercirculatie plaats vinden. Deze secundaire hercirculatie dient dan te worden gerealiseerd door de betreffende commerciële banksystemen en/of internationale organisaties. In feite impliceert dit dat de laatstgenoemden een kredietbemiddelende functie gaan vervullen tussen de OPEC-landen enerzijds en de landen voor wie geen OPEC-krediet beschikbaar is anderzijds. Indien zowel de primaire als de secundaire hercirculatie volledig via de commerciële banksystemen van de rijke landen zal plaatsvinden, dan kan dit worden weergegeven met behulp van de onderstaande balansmutaties.

Rijke landen			Overige landen (exclusief OPEC)		
D		C	D		C
olie	+	schulden aan	olie	+	schulden aan
vorderingen op		OPEC-landen			rijke landen
overige landen	+	+			+

De tekorten op de basisbalans van de groep "overige landen" worden dan dus door de commerciële banken van de rijke landen gefinancierd. Het is ook denkbaar dat zowel de primaire als de secundaire hercirculatie volledig gerealiseerd wordt via officiële kanalen bijvoorbeeld via het IMF. In dit geval worden alle OPEC-overschotten ter beschikking van het IMF gesteld en worden de tekorten op de basisbalans van elk land gefinancierd door IMF-kredieten. Het volledige hercirculatieproces kan dan worden weergegeven met behulp van de onderstaande balansmutaties.

D	IMF	C	D	tekortlanden	C
kredieten aan tekortlanden +	schulden aan OPEC-landen +		olie +	schulden aan IMF +	

Tenslotte kan een derde hercirculatie-mogelijkheid worden onderkend namelijk die waarbij de primaire hercirculatie volledig via commerciële banksystemen tot stand komt, terwijl de secundaire hercirculatie via officiële kanalen wordt gerealiseerd. Het hercirculatieproces kan dan worden weergegeven door middel van de onderstaande balansmutaties (onder de veronderstelling dat de individuele nationale monetaire autoriteiten als intermediair fungeren tussen de commerciële banken en het IMF).

D	IMF	C	D	algemene banken (van rijke landen)	C
kredieten aan tekortlanden +	schulden aan nationale monetaire autoriteiten +		vorderingen op nationale monetaire autoriteiten +	schulden aan OPEC-landen +	

D	overige landen	C
olie +	schuld aan IMF +	

Er zijn vele combinaties van de verschillende gegeven mogelijkheden zowel in theorie als in de praktijk denkbaar waarbij de hercirculatie een "ideaal" karakter draagt en waarbij dus voor elk land voldoende kredieten beschikbaar zijn om de tekorten als gevolg van de energiecrisis te financieren, zonder dat hiervoor een direct ingrijpen in de autonome posten van de basisbalans en/of een valutaconcurrentie, in welke vorm dan ook, noodzakelijk zijn. Essentieel hiervoor is echter een volledige primaire en secundaire hercirculatie, onafhankelijk van de vraag via welke kanalen deze wordt gerealiseerd.



#### 4. *Interpretatie en consequenties van een onvolledige hercirculatie van oliegelden.*

Bij een onvolledige primaire en/of secundaire hercirculatie zijn er voor één of meerdere olie-importerende landen geen of onvoldoende internationale kredieten beschikbaar om de tekorten op de basisrekening te financieren, voor zover deze tenminste het gevolg zijn van een hogere olienota. Om hiervan de consequenties aan te geven is het noodzakelijk om een onderscheid te maken tussen een onvolledige primaire en een onvolledige secundaire hercirculatie.

##### A. *Onvolledige primaire hercirculatie*

Als de primaire hercirculatie in wereldverband in formeel opzicht een definitiekwestie is dan doet zich het probleem voor hoe men een onvolledige primaire hercirculatie kan onderscheiden, hoe men deze dient te interpreteren en welke consequenties daaraan verbonden zijn.

De primaire hercirculatie is allereerst een aangelegenheid tussen de groep OPEC-landen en de gezamenlijke olie-importerende landen. Een onvolledige primaire hercirculatie impliceert dat, gegeven de omvang van de bestedingen der OPEC-landen en hun langlopende kapitaal-exporten, er onvoldoende financieringsmogelijkheden zijn om, bij de gegeven prijzen, de gewenste hoeveelheid olie te importeren. Met andere woorden: het is niet de hoge olieprijs als zodanig die dan de feitelijke import afremt, maar het ontbreken van de financieringsmiddelen ervoor. De oorzaak hiervoor kan tweeledig zijn:

- a) Er is een bovengrens, om wat voor reden dan ook, aan de omvang van de kortlopende kredieten die de OPEC-landen wensen te verstrekken aan de gezamenlijke olie-importerende landen.
- b) Er is een maximum aan de kortlopende buitenlandse schuld die de gezamenlijke olie-importerende landen wensen te bezitten.

In het eerstgenoemde geval gaat het initiatief uit van de olie-exporterende landen, in het tweede geval gaat dit uit van de olie-importerende landen. In beide gevallen echter wordt, in wereldverband, de oliehandel wegens onvoldoende financieringsmogelijkheden beperkt. Voor zover het initiatief hierbij uitgaat van de OPEC-landen kan dit alleen maar geïnterpreteerd worden als een actie die op een indirecte wijze het exportvolume van olie beperkt. De gezamenlijke olie-importerende landen zijn dan niet in staat om het gewenste volume olie te importeren. Een beperking van het verbruik is dan onvermijdelijk in één of meerdere landen. Deze kan op velerlei manieren worden gerealiseerd: distributie, prijsverhogende maatregelen (voor zover de vraag naar olie enigszins

elastisch is), versnelde doorvoering van substituten, geringere verspilling, enz.<sup>8)</sup>

Indien de onder b) gegeven mogelijkheid realistisch is (of zou worden) zijn daaraan dezelfde konsekventies verbonden. Het belangrijkste verschil is dan gelegen in het feit dat de bedoelde konsekventies - voor zover a) relevant is - aan de olie-importerende landen worden opgelegd van buitenaf, terwijl deze, als b) relevant is, vanuit de olie-importerende landen zelf naar voren komen.

#### B. *Onvolledige secundaire hercirculatie*

Bij een volledige primaire hercirculatie zal er voor één of meerdere leden van de groep olie-importerende landen geen of onvoldoende krediet beschikbaar zijn bij een beperkte secundaire hercirculatie. De tekorten op de basisrekening voor de betreffende landen kunnen dan slechts boven het hercirculatiebedrag uitgaan door intering op de monetaire reserves. Voor zover deze voldoende zijn, eventueel als aanvulling op de ontvangen kredieten, resulteren er voor de overige landen betalingsbalansoverschotten op kasbasis, bij gelijkblijvende tekorten op de basisrekening. Voor zover de financiering op de aangegeven wijzen niet mogelijk is, zijn de betrokken tekortlanden, vanwege een onvoldoende secundaire hercirculatie, gedwongen het evenwicht op de basisrekening (geheel of gedeeltelijk) te herstellen, en wel vroeger dan de overige tekortlanden.<sup>9)</sup> Om dit te bereiken kan met name gedacht worden aan een devaluatie ten opzichte van de tekortlanden die niet met financieringsproblemen worden geconfronteerd. Een succesvolle koersverandering heeft echter tot gevolg dat de tekorten op de basisrekening van de landen voor wie wel voldoende kredieten beschikbaar zijn worden vergroot. Het is echter zeer de vraag of een devaluatie wel het verwachte effect oplevert met name indien deze door ontwikkelingslanden wordt doorgevoerd. Niet alleen de vraag naar olie is relatief inelastisch, maar ook de vraag naar vele overige importgoederen door de bedoelde landen is

<sup>8)</sup> Het gaat hierbij om alle maatregelen die het importvolume van olie kunnen beperken als gevolg van een onvolledige primaire hercirculatie. In de praktijk worden vele van deze maatregelen ook al genomen vanwege de hogere olieprijs als zodanig. Indien een beperkte primaire hercirculatie inderdaad aanwezig is of zal zijn in de toekomst, is het onmogelijk om het prijseffect en het hercirculatie-effect op het importvolume te scheiden. Vanuit een analytisch oogpunt is het echter wel gewenst om het betreffende onderscheid te maken.

<sup>9)</sup> Er is hierbij afgezien van de mogelijkheid dat er andere kredietbronnen beschikbaar kunnen zijn. In de praktijk is deze mogelijkheid zeker niet van een te verwaarlozen betekenis. Men hoeft in dit verband slechts te denken aan de automatische en voorwaardelijke trekkingsrechten in de Algemene Rekening van het IMF, die (mede onder invloed van de energiecrisis) waarschijnlijk verhoogd zullen worden.



relatief ongevoelig voor prijsveranderingen. Daarbij komt nog de autonome behoefte aan vreemde valuta uit hoofde van een eventuele debiteurenstatus. Bovendien is ook het exportvolume van vele ontwikkelingslanden relatief constant op korte termijn, gezien de veelal inelastische vraag in de buitenwereld. Het voorgaande kan impliceren dat een devaluatie in een dergelijke situatie ofwel geen bijdrage tot herstel van het evenwicht op de basisrekening kan leveren, dan wel relatief groot moet zijn, met als gevolg omvangrijke ruilvoetverliezen. Het is daarom waarschijnlijk dat, naast eventuele devaluaties, door de betrokken landen ook moet worden ingegrepen in de vorm van kwantitatieve invoerbeperkingen, deviezenrestricties, enz. (dan wel dat reeds bestaande handelsbelemmeringen verscherpt moeten worden), ter herstel van het evenwicht of ter vermindering van tekorten op de basisrekening. Waar deze maatregelen direct op de invoer van olie betrekking hebben, betekent dit op globale schaal dat de omvang van de basistekorten ten opzichte van de OPEC-landen geringer zullen zijn. Daardoor zal ook de omvang van de primaire hercirculatie lager zijn. Aldus is de mate waarin de secundaire hercirculatie (dus de doorstroming van oliegeden) succesvol is, medebepalend voor de omvang van de primaire hercirculatie, en dus ook voor de omvang van de door de OPEC-landen op te bouwen tegoeden in de eerstkomende jaren.

Uit het voorgaande blijkt dat naarmate de secundaire hercirculatie geringer in omvang is, in vergelijking met een volledige, daaraan de volgende konsekwenties verbonden zullen zijn:

- a) Een omvangrijkere financiering van tekorten met monetaire reserves met als gevolg grotere onevenwichtigheden op de betalingsbalansen op kasbasis tussen de olie-importerende landen onderling.
- b) Een groter gevaar voor en een sterkere noodzaak tot het invoeren van directe handelsbelemmeringen, deviezenrestricties e.d. en uitbreiding van de reeds bestaande handelsbeperkingen.
- c) Een groter gevaar voor valutaconcurrentie tussen de olie-importerende landen onderling.
- d) Een geringere omvang van de primaire hercirculatie.

Naarmate de primaire hercirculatie via een geringer aantal kanalen gerealiseerd zal worden, is het belang van een omvangrijke en uitgebreide secundaire hercirculatie groter. Komt deze laatste namelijk niet tot stand dan zullen de onder a) tot en met d) genoemde gevolgen onvermijdelijk zijn. Met name de onder b) en c) gegeven konsekwenties impliceren een aantasting van de internationale vrijhandel, een beperking van de vrijheid van het internationale betalingsverkeer en een "beggar my neighbour policy".



Indien deze konsekwenties zich op ruime schaal voordoen hebben zij bovendien de tendens zichzelf voortdurend te versterken en zich als een olievlek op het water te verspreiden. Het uiteindelijke resultaat is dan een internationale monetaire chaos van een ongekende omvang met alle gevolgen vandien voor de welvaart, inkomen en werkgelegenheid in alle betrokken landen. Het lijkt dan ook bijzonder zinvol om nader in te gaan op de concrete voorwaarden waaronder en de feitelijke kanalen via welke de secundaire hercirculatie de grootste kans van slagen heeft.

##### 5. *Hercirculatie via commerciële banksystemen*

Aan een hercirculatie van oliegelden via commerciële banksystemen kunnen verschillende, overigens voor de hand liggende, voordelen worden toegekend boven een officiële. In dit verband valt te denken aan een grotere flexibiliteit en grotere snelheid vanwege de relatief geringe formele en bureaucratische obstakels voor een markt-georiënteerde hercirculatie. Bovendien is een commerciële hercirculatie waarschijnlijk minder politiek gebonden dan een officiële. Zelfs al zou bijvoorbeeld de primaire hercirculatie via commerciële banken in sterke mate door politieke factoren worden bepaald, dan behoeft dit nog in het geheel niet te betekenen dat ook de secundaire hercirculatie hierdoor wordt beïnvloed. Indien echter de secundaire hercirculatie op grote schaal via officiële instellingen zou plaatsvinden (om welke redenen dan ook) dan is het veel moeilijker denkbaar dat politieke factoren geen rol zullen gaan spelen.

Met name de secundaire hercirculatie via commerciële banksystemen is aan enkele technische, maar vooral aan verschillende economische beperkingen onderhevig, waardoor een volledige secundaire hercirculatie onwaarschijnlijk geacht moet worden. Deze zullen in het onderstaande nader worden geanalyseerd.

###### A. *Technische beperkingen*

In paragraaf 2 hebben we aangegeven dat de primaire hercirculatie (althans tot op dit moment) vooral plaats vindt via het U.S. bankwezen en de Eurodollarmarkt. Indien de primaire hercirculatie volledig is, zijn er verschillende beperkingen vanuit een zuiver technisch oogpunt aan de secundaire hercirculatie. Om deze aan te geven zullen we achtereenvolgens aannemen dat de primaire hercirculatie alléén via het Amerikaanse banksysteem respectievelijk alléén via het Eurobankwezen wordt gerealiseerd.

Als de primaire hercirculatie geheel via het U.S. bankwezen tot stand komt, dan wordt de secundaire hercirculatie (dus de kredietverlening van de banken in de V.S. aan de buitenwereld) beperkt vanwege de rol van de U.S. dollar als reservevaluta. Per saldo kan het geheel hercirculatie proces dan worden weergegeven met de onderstaande balansmutaties.

D      Algemene banken in de V.S.      C		D      Olie-importerende landen      C	
kredieten aan olie-importerende landen      +	schuld aan OPEC-landen +	olie      +	schuld aan de V.S.      +

De secundaire hercirculatie komt naar voren in de vorm van een toename van de kredietverlening aan de olie-importerende landen, die uiteindelijk leidt tot een groei van de OPEC-vorderingen. De stijging van de kredietverlening aan het buitenland is alleen mogelijk indien het Amerikaanse bankwezen ook voldoende kasreserves weet te verwerven. Deze zullen geleverd moeten worden door het Federal Reserve Systeem. Zo niet, dan zal vanuit een liquiditeitsoogpunt het Amerikaanse bankwezen niet in staat zijn om de secundaire hercirculatie volledig te realiseren. Zou de secundaire hercirculatie vooral via het Amerikaanse bankwezen lopen, dan is er ook vanuit een intern monetair gezichtspunt nog een gevaar aanwezig voor de secundaire hercirculatie. Bij een stringent binnenlands monetair beleid in de V.S. is het namelijk zeer goed denkbaar dat het U.S. bankwezen gaat discrimineren in zijn kredietverlening ten gunste van de binnenlandse cliënten ten koste van de internationale. Voor een *individuele* bank zal elke kredietverlening namelijk de liquide middelen doen aantasten, onafhankelijk van de vraag of het hierbij om een binnenlandse dan wel een buitenlandse debiteur gaat. Een monetair beleid dat gericht is op een beperking van de binnenlandse kredietverlening zal dan ook zeer waarschijnlijk de beschikbaarheid van kredieten voor het buitenland verminderen. Vanuit de genoemde gezichtspunten is een officiële "begeleiding" van de secundaire hercirculatie via het commerciële Amerikaanse bankwezen gewenst. Alleen al vanuit een technisch oogpunt kan deze anders niet volledig worden gerealiseerd.

Indien de secundaire hercirculatie geheel via het Eurobankwezen plaats vindt resulteren er voor dit banksysteem per saldo de navolgende balansmutaties.

D	Eurobanken		C
tegoeden in de V.S. + kredieten aan tekortlanden +		schulden aan OPEC-landen +	

De tegenwaarde van de OPEC-tegoeden bestaat uit kredieten aan tekortlanden en uit kasreserves die worden aangehouden bij het Amerikaanse bankwezen. Bij een volledige secundaire hercirculatie zouden tegenover de betreffende tegoeden echter alléén maar kredieten mogen staan. De technische noodzaak om tegenover de verplichtingen liquide middelen aan te houden beperkt echter de omvang van de secundaire hercirculatie. Vanwege deze liquiditeitsbinding kan de secundaire hercirculatie via het Eurobankwezen niet volledig zijn.

Ook al zijn de liquiditeitspercentages voor het Eurobankwezen relatief laag in de praktijk, dan nog kan de liquiditeitsbinding, en dus de niet-doorstroming van oliedollars, in absolute bedragen zeer aanzienlijk zijn. Bij een volledige primaire hercirculatie van oliedollars van enkele honderden miljarden dollars via het Eurobankwezen, zal de liquiditeitsbinding waarschijnlijk ook meerdere tientallen miljarden dollars bedragen, en zeker niet van een te verwaarlozen betekenis geacht mogen worden voor de secundaire hercirculatie.

#### B. *Economische beperkingen*

Waarschijnlijk veel belangrijker dan de onder A gegeven technische grenzen voor een volledige secundaire hercirculatie via commerciële kanalen zijn de economische beperkingen. Voor het Amerikaanse bankstelsel en voor het Eurobankwezen geldt in dit verband dat zij barrières dienen te nemen die OPEC-landen niet willen of kunnen overbruggen. Waar deze van niet-economische aard zijn of het gevolg zijn van een geringere financieel-economische deskundigheid en ervaring bij de OPEC-landen moeten de genoemde bancaire systemen zonder meer in staat worden geacht om deze belemmeringen te overwinnen. Indien echter de beperkingen een meer fundamenteel economische basis hebben kan dit niet meer gesteld worden. Een belangrijke oorzaak hiervoor is het feit dat "het" Amerikaanse bankwezen en "het" Eurobanksysteem niet bestaat uit één of uit enkele banken, maar uit vele zeer grote, grote en kleine banken, waarbij de OPEC-landen hun fondsen zullen aanhouden. Al deze banken zullen direct of indirect - bij volledige hercirculatie - deze fondsen dienen te gebruiken ter kredietverlening aan de



tekortlanden, die hun buitenlandse schulden zien groeien bij gelijkblijvende of dalende deviezenreserves. Met andere woorden: de secundaire hercirculatie impliceert dan dat vele *individuele* commerciële banken een voortdurende toenemende netto schuldpositie van *individuele* landen moeten financieren. Een verschuiving van OPEC-tegoeden van de ene bank of groep van banken naar de andere kan dan ook - bij geen onderlinge samenwerking - gemakkelijk liquiditeitsproblemen veroorzaken, tenzij de andere bank(en) ook bereid zijn de debiteurenportefeuille van de eerstgenoemde(n) over te nemen. Gebeurt dit niet zal er aflossing van de kredieten plaats moeten vinden. De mogelijkheden daartoe zijn echter beperkt of misschien niet aanwezig vanwege geringe deviezenreserves en omvangrijke buitenlandse kortlopende schulden van de kredietnemende landen. Het gevaar van een dergelijke liquiditeitscrisis als gevolg van de commerciële secundaire hercirculatie zou niet aanwezig zijn als het U.S.-bankwezen of het Eurobankwezen zou bestaan uit één bank of indien een zodanige samenwerking tussen particuliere banken tot stand zou kunnen komen dat zij in juridisch en economisch opzicht als één bank beschouwd zouden kunnen worden.<sup>10)</sup> In de praktijk kan hiervan geen sprake zijn ook al is er in feite een hoge mate van internationale interbancaire samenwerking met name via de Eurodollarmarkt. Voor de onderhavige problematiek betekent dit bijvoorbeeld dat een bank die een OPEC-tegoed ziet verdwijnen dit zou kunnen vervangen door aantrekking van een interbancair deposito. De inkrimping van het buitenlandse debiteurenbestand en het zoeken naar andere en/of duurdere financieringsbronnen daarvoor kan dan achterwege blijven. Zelfs echter als de internationale interbancaire samenwerking nog aanzienlijk verder zou gaan dan thans reeds het geval is, is het moeilijk denkbaar dat "het" U.S.-bankwezen of "het" Eurobankwezen beschouwd kunnen worden als één bank vanuit een juridisch en economisch gezichtspunt.<sup>11)</sup> Het voorgaande impliceert dat er voor elke individuele bank een grens is aan de omvang van de secundaire hercirculatie die zij voor haar rekening kan nemen. Elke individuele bank dient er namelijk rekening mee te houden dat de verstrekte kredieten uit hoofde van de secundaire hercirculatie bij opzegging ook terugbetaald kunnen worden door de kredietnemers. Deze mogelijkheid tot aflossing is grosso modo aanwezig zolang de omvang van de reserves de netto kortlopende buitenlandse verplichtingen overtreffen. Dit houdt dus in dat er voor elk land dat niet

<sup>10)</sup> Voor een uitvoerige beschouwing hierover kan verwezen worden naar C. F. Scheffer, Roll-over-credits en financieringsbeleid, *Maandschrift Economie*, april-mei, 1974, blz. 321.

<sup>11)</sup> We gaan hier niet nader in op de grote solvabiliteitsproblemen die voor de bedoelde banksystemen resulteren indien zij bereid en (vanuit liquiditeitsoogpunt) ook in staat zouden zijn om de secundaire hercirculatie te realiseren.

rechtstreeks voor OPEC-kredieten in aanmerking komt, buitenlandse kredieten beschikbaar kunnen zijn bij commerciële banken die qua omvang maximaal gelijk kunnen zijn aan de monetaire reserves van het betreffende land.<sup>12)</sup> Het voorgaande betekent dat de mogelijkheid tot een secundaire hercirculatie op grote schaal via commerciële banksystemen beperkt is en dat deze zeker geen volledig karakter kan dragen, gezien de omvang van de te verwachten tekorten. Hoewel de secundaire hercirculatie thans overwegend via het Amerikaanse bankwezen en via het Eurobankwezen wordt gerealiseerd, zijn wij van mening dat deze binnen afzienbare tijd zal teruglopen. Met name voor het overgrote gedeelte der ontwikkelingslanden zal de secundaire hercirculatie via de commerciële banken niet meer tot stand (kunnen) komen in de nabije toekomst, tenzij er omvangrijke internationale kredietgaranties gecreëerd kunnen worden voor de genoemde banksystemen door de monetaire autoriteiten (individueel of in groepsverband).

De indicaties voor een eventueel geringer wordende secundaire hercirculatie via de bedoelde banksystemen zijn:

- a) Toenemende deviezenreserves bij de monetaire autoriteiten van de landen waarin het Eurobankwezen gevestigd is als gevolg van de (noodgedwongen) financiering met reserves door overige tekortlanden. Dit onder de veronderstelling dat de primaire hercirculatie vooral via het Eurobankwezen wordt gerealiseerd. Vindt de laatstgenoemde hercirculatie echter vooral plaats via het Amerikaanse bankwezen dan is de belangrijkste indicator voor een onvolledige secundaire hercirculatie de daling van de totale omvang van officiële dollartegoeden in de V.S. (exclusief de OPEC-tegoeden)
- b) Een dalende tendens van de rente op externe deposito's bij het Eurobankwezen, voorzover de primaire hercirculatie voor de betrokken landen omvangrijker is dan noodzakelijk is voor de eigen tekorten. De reden hiervoor is het gebrek aan "verantwoorde afzetmogelijkheden" voor de OPEC-fondsen.
- c) Een stijgende tendens voor de debetrente en een verharding van de overige voorwaarden met betrekking tot de verleende en nog te verlenen kredieten aan tekortlanden die zelf niet in aanmerking (kunnen) komen voor de primaire hercirculatie.
- d) Introductie en/of uitbreiding van deviezenrestricties en andere handelsbeperkende maatregelen vanwege gebrek aan financieringsmogelijkheden voor betalingsbalanstekorten.

<sup>12)</sup> Het gaat hier uiteraard om een zeer ruwe en globale maatstaf die waarschijnlijk op geen enkel land afzonderlijk precies toepasbaar is. Voor afzonderlijke landen zijn omvangrijke afwijkingen voor dit maximum denkbaar zowel naar beneden als naar boven.



## 6. *Officiële secundaire hercirculatie*

Indien de opvatting dat de commerciële secundaire hercirculatie in de komende jaren haar "natuurlijke" begrenzing zal ontmoeten juist is, zal het hercirculatieproces door officiële instellingen overgenomen moeten worden. Zo niet, dan zullen de gegeven konsekwenties van een onvolledige hercirculatie onvermijdelijk zijn. Tesamen met deze wenselijkheid zullen - in principe in elk geval - ook de mogelijkheden voor een officiële hercirculatie ontstaan. Een tanende secundaire hercirculatie via het Eurobankwezen bijvoorbeeld, komt o.a. immers naar voren in stijgende dollarreserves van de monetaire autoriteiten van de betrokken landen.<sup>13)</sup> Individuele monetaire autoriteiten kunnen in incidentele gevallen de leemte die er ontstaat bij een vertraging in de commerciële hercirculatie gedeeltelijk op vullen. We denken hierbij met name aan een aantal rijke landen die bijzondere politieke en economische banden onderhouden met een aantal ontwikkelingslanden en uit dien hoofde bereid en in staat zijn om de betreffende landen "oliekredieten" te verschaffen. In wereldverband kan hieraan echter slechts een beperkte betekenis toegekend worden.

Een grootscheepse officiële secundaire hercirculatie is alleen denkbaar via één of enkele internationale organisaties als vertegenwoordigers van de meeste, of van de belangrijkste groepen van monetaire autoriteiten. In concreto valt hierbij te denken aan het IMF en de OESO.<sup>14)</sup> Het officiële secundaire hercirculatieproces verschilt in principe niet van het in de vorige paragraaf geschetste. De middelen zullen op onderling vast te stellen voorwaarden door de bedoelde organisatie(s) aangetrokken moeten worden van individuele monetaire autoriteiten en/of rechtstreeks van de OPEC-landen. Vervolgens zullen kredieten verleend worden aan tekortlanden, die hiermee hun olie-importen in stand kunnen houden. Door de hierna volgende primaire hercirculatie kan het IMF en/of de OESO weer middelen aan trekken om nieuwe kredieten te verschaffen. Het hercirculatieproces kan dan met behulp van de onderstaande balansmutaties worden weergegeven.

D		IMF (of OESO)	C
kredieten aan		schulden aan OPEC-landen	
tekortlanden	+	en/of aan (andere) individuele	
		monetaire autoriteiten	+

<sup>13)</sup> Er wordt hier uitgegaan van een systeem van min of meer vaste wisselkoersen.

<sup>14)</sup> We zullen ons tot deze twee organisaties beperken. In wereldverband zullen zij waarschijnlijk met betrekking tot de officiële secundaire hercirculatie de belangrijkste rol spelen. Op regionale schaal kunnen echter met betrekking tot de onderhavige problematiek ook andere organisaties van grote betekenis zijn.



De officiële hercirculatie kan in principe een aanvullend karakter dragen op de commerciële. Waar de laatstgenoemde een dalende tendens vertoont, dan wel teruggedraaid moet worden vanwege de in 5B genoemde redenen, kan de officiële hercirculatie de dalende tendens voorkomen dan wel het bedoelde "gat" weer opvullen. De eerder genoemde technische en economische beperkingen die relevant kunnen zijn bij de commerciële hercirculatie gelden niet (of in elk geval in veel mindere mate) voor de officiële, omdat de laatstgenoemde plaats vindt via één (of enkele) instelling(en). Daarentegen kent de officiële secundaire hercirculatie waarschijnlijk méér formeel-institutionele en politieke beperkingen dan de commerciële.

Ten aanzien van de (eventuele) feitelijke officiële hercirculatie in de toekomst is in het recente verleden de controverse actueel geweest of en in hoeverre deze via het IMF dan wel via de OESO gerealiseerd dient te worden. We zullen in het onderstaande hierop in het kort ingaan met name omdat deze naar onze mening ook in de toekomst nog een niet onbelangrijke rol kan spelen.

In principe behoeft er geen verschil te bestaan in de hercirculatiemogelijkheden via het IMF of OESO mits beide instellingen gelijke mogelijkheden hebben om middelen aan te trekken en bereid zijn om kredieten te verstrekken op dezelfde voorwaarden en het aantal landen dat krediet kan verkrijgen hetzelfde blijft. Ook al is er geen principieel onderscheid onder de gegeven voorwaarden, dan nog zou het vanuit een praktisch oogpunt gewenst zijn om de officiële hercirculatie via het IMF te realiseren, gezien de functie, de deskundigheid en de ervaring die de laatst genoemde instelling bezit op het terrein van de internationale monetaire betrekkingen.

In feite echter bestaan er wel vrij grote verschillen in de recente plannen die zijn opgesteld ter concretisering van de hercirculatiefunctie van het IMF en de OESO. Het Kissinger-plan beoogt de secundaire hercirculatie vooral via de OESO te realiseren en wel voor het jaar 1975 voor een bedrag van maximaal \$ 25 mrd.<sup>15)</sup> De middelen worden in dit plan aangetrokken van de individuele leden-landen en de kredietverlening blijft eveneens tot de OESO-leden beperkt. Het Healy-Witteveen plan daarentegen beoogt de officiële hercirculatie vooral via het IMF tot stand te brengen. De middelen moeten van de leden-landen worden aangetrokken en indien mogelijk vooral rechtstreeks van de OPEC-groep en wel voor een bedrag van maximaal \$ 30 mrd voor het jaar 1975.<sup>16)</sup> Medio januari 1975 is in Washington een compromis tot stand gekomen

<sup>15)</sup> Zij bijvoorbeeld: Recycling those petro-dollars, *Financial Times*, 9 januari, 1975.

<sup>16)</sup> *Financial Times*, 9 januari, 1975.

waarin het Kissinger-effect echter zwaar domineert.<sup>17)</sup> Het bedoelde compromis houdt in dat het IMF in 1975 voor SDR 5 miljard additionele middelen mag aantrekken (van OPEC-landen en andere landen) en met deze middelen kredieten kan verstrekken ter financiering van de tekorten als gevolg van de oliecrisis.<sup>18)</sup> De OESO daarentegen kan voor het lopende jaar maximaal \$ 25 miljard aantrekken ter kredietverlening aan de eventuele tekortlanden onder haar leden. Het feit dat het IMF heeft moeten capituleren ten gunste van de OESO, en het feit dat een beroep op een OESO-krediet alleen maar mogelijk is door de leden van deze organisatie, kan alleen maar betekenen dat de officiële secundaire hercirculatie in wereldverband beperkt zal zijn. Het beschikbare officiële kredietpotentieel is hierdoor immers onevenwichtiger verdeeld dan in het geval de verdeling via het IMF zou plaats vinden. Het aantal landen dat lid is van het IMF is immers bijna zes keer zo groot als het aantal dat bij de OESO is aangesloten. De kans dat voor een aantal niet-leden van de OESO geen of onvoldoende krediet beschikbaar is, is dan ook zeer groot. Daardoor zullen deze landen gedwongen zijn om een relatief groot gedeelte van hun tekorten met monetaire reserves te financieren, dan wel genoodzaakt zijn om het evenwicht op de basisrekening van hun betalingsbalans te herstellen met behulp van de reeds eerder genoemde methoden.

Ook echter indien de officiële secundaire hercirculatie via het IMF zou lopen is het bijzonder onwaarschijnlijk dat deze een "ideaal" karakter zou dragen, zoals in paragraaf 2 is aangegeven. Met name voor de groep ontwikkelingslanden is een "ideale" secundaire hercirculatie moeilijk denkbaar, ongeacht de vraag via welke kanalen deze in wereldverband zal worden gerealiseerd. In het algemeen komen zij niet in aanmerking voor de primaire hercirculatie. De mogelijkheden om de secundaire hercirculatie voor deze landen op gang te brengen met behulp van het marktmechanisme zijn erg beperkt. Om de secundaire hercirculatie via officiële kanalen te realiseren zijn de bedoelde landen feitelijk geheel afhankelijk (direct of indirect) van de rijke landen. Deze hebben echter zelf met grote "olieproblemen" te kampen, niet alleen op een zuiver financieel gebied (althans voor een aantal rijke landen) maar ook op conjunctureel en structureel terrein. Alleen al vanuit deze gezichtspunten kan dan ook niet verwacht worden dat de

---

<sup>17)</sup> Voor een bijzonder interessante beschouwing omtrent de directe politieke achtergronden van beide plannen zij verwezen naar L. Metzmaekers, Kissingers geïntegreerd beleid, in *Het Financieele Dagblad*, 15 januari, 1975.

<sup>18)</sup> Press Communiqué of the Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System, January 16, 1975, afgedrukt in: Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 6, Frankfurt am Main, 21. Januar 1975, blz. 1.



rijke landen, noch individueel, noch als groep, bereid en in staat zijn om een "ideale" hercirculatie voor de ontwikkelingslanden tot stand te brengen.<sup>19)</sup> Voorzover de hercirculatie van oliegelden in de praktijk stagneert voor individuele landen, komt deze stagnatie waarschijnlijk relatief harder aan voor een ontwikkelingsland dan voor een rijk land. Een ontwikkelingsland heeft immers in het algemeen minder mogelijkheden om terug te vallen op andere commerciële en officiële kredietbronnen dan de rijke landen.

De noodzaak tot herstel van het evenwicht op de basisrekening van de betalingsbalans zal voor deze landen dan ook in een relatief vroeg stadium en in relatief sterke mate aanwezig zijn. Het aanpassingsproces als zodanig is voor de ontwikkelingslanden echter ook harder dan voor de rijke landen. Een omvangrijke verslechtering van de ruilvoet voor en/of een directe of indirecte beperking van de invoer door de bedoelde landen zijn immers noodzakelijke elementen in het aanpassingsproces. De ongunstige invloed hiervan op het toch al lage welvaartspeil der ontwikkelingslanden zal ongetwijfeld groot zijn en de feitelijke ontwikkelingsmogelijkheden aanzienlijk beperken.

#### *7. Enkele andere aspecten van de hercirculatieproblematiek*

In de toekomst zullen de OPEC-landen omvangrijke tegoeden opbouwen in de rijke landen; deze kunnen velerlei vormen aannemen en uitgedrukt zijn in verschillende valuta's. De betreffende beleggingen kennen uiteraard een koersrisico en zijn niet inflatiebestendig. Men mag redelijkerwijze aannemen dat de waardeversterving van de beleggingen voor de OPEC-landen van centrale betekenis is. Het is immers juist om deze reden dat zij een relatief grote voorkeur hebben voor liquide beleggingen. Een massale omzetting van de ene valuta in de andere is dan - zolang er geen deviezenrestrikties worden geïntroduceerd - mogelijk, zonder omvangrijke vermogensverliezen. Voor zover de primaire hercirculatie via het commerciële bankwezen wordt gerealiseerd, betekent dit tevens dat de internationale kortlopende kapitaalmobiliteit zal toenemen met name binnen de groep van rijke landen. Waar er grote onzekerheden bestaan omtrent het toekomstige verloop van de wisselkoersen, omtrent de verwachte inflatiegraden in de verschillende landen en de feitelijke mogelijkheden om het monetaire en economische beleid van afzonderlijke landen te coördineren zeer beperkt zijn, lijken massale internationale kapitaalverplaatsingen bijna onvermijdelijk. Voor individuele monetaire autoriteiten betekent een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit dat een onafhankelijk binnenlands monetair beleid - bij min of

<sup>19)</sup> We gaan hier niet verder in op vele andere redenen die er (mede) oorzaak van kunnen zijn dat de bedoelde hercirculatie in de praktijk niet realiseerbaar is.



meer vaste wisselkoersen - niet meer mogelijk is. Het gevaar dat dit ondermijnd wordt door internationale geldstromen is dan zeer groot. Dat er hierdoor op korte termijn tevens omvangrijke mutaties kunnen optreden in de officiële reserves van individuele landen kan alleen maar devaluatie- en/of revaluatieverwachtingen oproepen. Deze geven de internationale geldstromen nieuwe impulsen waardoor de monetaire problemen van de landen in kwestie alléén maar groter worden en zij doen de bedoelde verwachtingen eventueel realiseren. Het feit dat er via de OESO omvangrijke internationale kredietgaranties tot stand zijn gekomen maken het weliswaar mogelijk voor individuele landen om massale internationale kapitaalbewegingen te financieren, maar zij leveren geen enkele bijdrage om de oorzaken ervan weg te nemen.<sup>20)</sup> De noodzaak tot een verregaande coördinatie van het monetaire en economische beleid tussen de individuele (rijke) landen is voor de nabije toekomst dan ook groter dan ooit. Zelfs als deze zou lukken is het gevaar voor massale vluchtkapitalen nog bijzonder groot. De invloed van de energie-crisis op de individuele betalingsbalansen van de geïndustrialiseerde landen is immers niet gelijkmatig verdeeld. Het is daarom zeer goed mogelijk dat er omvangrijke onderlinge aanpassingsprocessen noodzakelijk zijn, die massale kortlopende geldbewegingen als nevenverschijnsel met zich meebrengen. Vanuit deze gezichtspunten kan men dan ook een additioneel argument aandragen om de primaire hercirculatie zoveel mogelijk via het IMF te realiseren. Alleen via deze instelling is het mogelijk om het valutarisico voor de OPEC-landen te beperken, en om daarmee één belangrijke oorzaak voor het bestaan van vluchtkapitalen uit te schakelen.<sup>21)</sup>

Een ander aspect dat vanuit een internationaal monetair oogpunt de aandacht verdient is de invloed van de hercirculatie op de omvang der internationale monetaire reserves. Deze laatste bestaan uit de liquide middelen in handen van monetaire autoriteiten ter financiering van tijdelijke betalingsbalanstekorten.<sup>22)</sup> Indien de hercirculatie van oliedollars inderdaad die massale omvang aanneemt als in de inleiding is aan-

<sup>20)</sup> Hiermee willen we niet beweren dat de kapitaalmobiliteit als zodanig ongewenst is. Als de feitelijke kortlopende kapitaalbewegingen echter massale vormen aannemen dragen deze meestal een "destabilizerend" karakter en brengen zij meer problemen met zich mee dan zij oplossen, met name voor de betrokken monetaire autoriteiten. De opgedane ervaringen in het afgelopen decennium in een aantal landen spreken in dit verband voor zichzelf.

<sup>21)</sup> Bij een primaire hercirculatie via de OESO zou dit natuurlijk ook mogelijk zijn. Noch in het Kissinger-plan, noch in de feitelijke overeenkomst tussen de OESO-landen echter is de mogelijkheid ingecalculeerd om de primaire hercirculatie rechtstreeks via de OESO te realiseren.

<sup>22)</sup> We gaan hier niet in op de vraag in hoeverre voorwaardelijke internationale kredietrechten, het particuliere bezit aan convertibele valuta, e.d. ook als monetaire reserves beschouwd kunnen worden.

gegeven, heeft dit als resultaat dat - gemeten naar traditionele maatstaven - de hoeveelheid internationale liquiditeiten in de eerstkomende jaren een explosieve groei zal vertonen. Immers de tekorten op de basisrekening van de olie-importerende landen resulteren voor het overgrote gedeelte in liquide tegoeden in handen van de OPEC-landen, die - volgens de in het verleden gehanteerde statistische maatstaven - als internationale reserves kunnen worden beschouwd. De hantering van een dergelijke cijfermatige basis heeft voor de komende jaren echter een veel minder sterke economische basis dan in het verleden het geval was. Vanuit een economisch oogpunt dragen de reeds bestaande en de nog op te bouwen OPEC-tegoeden voor het overgrote gedeelte meer het karakter van een belegging dan van een monetaire reserve. Het is dan ook niet gewenst dat de creatie van internationale liquiditeiten in wereldverband achterwege zou blijven, indien deze creatie bij afwezigheid van de OPEC-tegoeden wel gewenst zou zijn. Zelfs als men de OPEC-tegoeden wél als een monetaire reserve zou beschouwen is het niet gewenst om hiermee rekening te houden bij de creatie van internationale reserves in de toekomst. Dit vanwege de bijzonder eenzijdige verdeling der monetaire reserves die dan zou resulteren.<sup>23)</sup> Het is vanuit deze gezichtspunten dan ook gewenst dat met de OPEC-tegoeden, - of met het overgrote gedeelte daarvan - bij de presentatie van de cijfers ten aanzien van de omvang der internationale monetaire reserves geen rekening wordt gehouden. Hetzelfde kan gesteld worden met betrekking tot de normen die gehanteerd worden of kunnen worden met betrekking tot de gewenste omvang der internationale liquiditeiten. Hierbij dient men dus niet, of slechts in zeer beperkte mate, rekening te houden met de feitelijke of de te verwachten omvang van de OPEC-tegoeden. Zou men hiermee wel rekening houden dan miskent men de primaire functie van de internationale monetaire reserves en/of heeft men geen begrip voor de internationale monetaire en reële gevolgen die verbonden zijn aan een zeer eenzijdige verdeling van deze reserves.

Tenslotte zal nog worden ingegaan op de betekenis van de oliecrisis voor de hantering van het begrip "fundamentele onevenwichtigheid". In de overeenkomst van Bretton Woods is dit begrip geïntroduceerd maar niet geëxpliciteerd. De betekenis die aan een fundamentele onevenwichtigheid kan worden toegekend is hierin gelegen dat een land een wisselkoersherziening kan doorvoeren als het met de genoemde onevenwichtigheid wordt geconfronteerd. Door vele auteurs, en sinds korte

---

<sup>23)</sup> In wereldverband heeft een eenzijdige verdeling van globaal voldoende monetaire reserves dezelfde (ongewenste) konsekventies als een "ideale" verdeling van onvoldoende reserves, geheel onafhankelijk van de vraag welk verdelingskriterium of welke reserve-omvang men als optimaal beschouwt.



tijd eveneens door het IMF, is getracht om het begrip "fundamentele onevenwichtigheid" nader te interpreteren. Daarbij komt naar voren dat het betreffende begrip zinvol gebruikt kan worden in situaties waarbij er sprake is van een conflict tussen de doelstelling van intern evenwicht (volledige werkgelegenheid en prijsstabiliteit) en van extern evenwicht (betalingsbalansevenwicht). In de praktijk van het Bretton Woods systeem is het instrument van de wisselkoerspolitiek met name tussen de geïndustrialiseerde landen onderling relatief weinig gebruikt met als gevolg relatief omvangrijke betalingsbalansonevenwichtigheden. Mede naar aanleiding hiervan heeft het IMF gesteld dat het wellicht gewenst is om wisselkoersherzieningen in een relatief vroeg stadium van een dergelijke conflictsituatie door te voeren.<sup>24)</sup> Het komt ons voor dat als gevolg van de oliecrisis de hantering van het bedoelde begrip veel moeilijker is geworden. De olie-importerende landen zullen immers worden geconfronteerd met omvangrijke tekorten op de basisrekening van de betalingsbalans. De niet-besteding van de ontvangen middelen door de OPEC-landen leidt in wereldverband tot het ontstaan van werkloosheid. In theorie kan deze, in wezen conjuncturele, werkloosheid worden opgevangen door een adequaat overheidsbeleid. In de praktijk moet echter worden aangenomen dat dit slechts ten dele zal lukken. Tekorten op de betalingsbalans gepaard gaande met werkloosheid, zijn volgens de eerder gegeven interpretatie een indicatie voor het bestaan van een fundamentele onevenwichtigheid. Een devaluatie lijkt dan ook een wenselijke maatregel in een dergelijke situatie. In wereldverband kan deze echter geen of slechts een geringe bijdrage leveren tot herstel van het evenwicht op de betalingsbalans met de OPEC-landen in de komende jaren, gezien de lage waarde van de vraagelasticiteiten. Voor zover in het verleden het begrip "fundamentele onevenwichtigheid" nauw verbonden was met de noodzaak of wenselijkheid van een wisselkoersherziening, zal deze band losgelaten moeten worden. Dat geldt zeker voor de relaties tussen de groep olie-importerende landen met de OPEC-gebieden, en (ten dele) ook met betrekking tot de olie-importerende landen onderling. Immers vele olie-importerende landen zullen een tekort op de basisrekening gaan vertonen of vertonen dit nu reeds. Voor zover individuele landen dit trachten weg te werken door een devaluatie worden de tekorten van overige olie-importerende landen vergroot. De laatstgenoemden zien dan immers tekorten ontstaan, niet alleen vanwege de hogere olie-rekening, maar ook als gevolg van de devaluatie van andere olie-importerende landen. Het gevaar voor een massale en zinloze valutaconcurrentie tussen de olie-importerende landen onderling is dan bij-

---

<sup>24)</sup> International Monetary Fund, *The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments*, Washington DC, 1970, blz. 50.

zonder groot. Om deze te voorkomen lijkt het gewenst dat de nauwe band die er in het verleden is ontstaan tussen het begrip "fundamentele onevenwichtigheid" enerzijds en de wenselijkheid c.q. noodzaak van een wisselkoersherziening anderzijds ten dele wordt verbroken. Dit zou bijvoorbeeld kunnen gebeuren door voor individuele landen de lopende rekening of de basisrekening van de betalingsbalans te verminderen met de olierekening. De relatieve omvang van de resulterende restpost zou dan als een mede-indicator kunnen dienen bij de beantwoording van de vraag of en in hoeverre een wisselkoersherziening voor het betreffende land (of landen) gewenst is.

### *Samenvatting*

In dit artikel is getracht om de belangrijkste monetaire aspecten van de hercirculatie van oliegelden te analyseren. Allereerst kwam naar voren dat de hercirculatie in wereldverband bestaat uit de financiering van de tekorten op de basisrekening van de gezamenlijke olie-importerende landen met kredieten die worden verleend door de OPEC-landen. In theorie is een "ideale" financiering denkbaar. Deze is aanwezig als voor elk import-land een zodanig krediet beschikbaar is dat het daarmee zijn tekorten kan dekken. Er bestaat dan voor geen enkel land de noodzaak om de tekorten op de basisrekening te financieren met behulp van monetaire reserves of andere kredieten, en evenmin om het evenwicht op de basisrekening te herstellen door middel van devaluaties, deviezenrestricties, directe handelsbelemmeringen e.d. Bij een dergelijke "ideale" hercirculatie zal in de toekomst het evenwicht met de OPEC-landen "automatisch" hersteld worden als deze landen gaan interen op hun tegoeden. Een "ideale" hercirculatie kan in theorie gerealiseerd worden door de OPEC-landen zelf, dan wel via de commerciële banksystemen van de rijke landen, dan wel via officiële kanalen, met name internationale organisaties. Het is in dit verband zinvol om een onderscheid te maken in een primaire en in een secundaire hercirculatie. Voorzover namelijk de primaire hercirculatie (kredietverlening van OPEC-landen aan tekortlanden) ééNZijdig gericht is, kan de secundaire hercirculatie (de doorstroming van oliegelden) er voor zorgen dat de "ideale" situatie wordt gerealiseerd. In de praktijk echter zijn de bedoelde theoretische mogelijkheden moeilijk volledig te realiseren. Het zijn vooral technische en economische beperkingen die een volledige hercirculatie via commerciële banksystemen onmogelijk maken. Echter ook bij de hercirculatie via officiële internationale organisaties is het onwaarschijnlijk dat een "ideale" hercirculatie bereikt kan worden. In dit verband valt het echter wel te betreuren dat de rol van het IMF in de officiële



hercirculatie minimaal zal blijven (althans voorlopig). Naarmate de feitelijke omvang van de primaire en/of secundaire hercirculatie verder verwijderd ligt van de "ideale" heeft dit als gevolg dat algemeen aanvaarde internationale doelstellingen (wisselkoersstabiliteit en vrijheid van het internationale handels- en betalingsverkeer) niet of in mindere mate kunnen worden gerealiseerd. Vanuit een internationaal oogpunt is daarnaast van grote betekenis het feit dat de internationale kapitaalmobiliteit aanzienlijk zal toenemen door de opbouw van omvangrijke OPEC-tegoeden. Deze legt aanzienlijke beperkingen op aan de individuele monetaire autoriteiten bij de uitvoering van een onafhankelijk monetair beleid. Deze mobiliteit kan bovendien een ernstige bedreiging vormen voor ordelijke internationale monetaire verhoudingen. Verder kan gesteld worden dat de vorming van massale OPEC-tegoeden het wenselijk maakt om de traditionele maatstaven ter bepaling van de omvang der internationale monetaire reserves te herzien. Tenslotte heeft de oliecrisis tot gevolg dat het bekende begrip "fundamentele onevenwichtigheid" minder goed te interpreteren valt en dat er voorzichtigheid is geboden om op basis van de traditionele interpretatie wisselkoersherzieningen door te voeren.